经济战“疫”货币先行

程 实 钱智俊*

工银国际控股有限公司 香港 999077

摘要 2020 年，随着新冠肺炎疫情波及全国，中国经济料将承受阶段性冲击。我们认为，为避免短期冲击向长期风险演变，货币政策亟待提早发力。一方面，不同于“非典”时期，受本次疫情制约，积极财政或将遭遇规模、时滞、效力的瓶颈，亟待货币政策率先破局。另一方面，伴随通胀约束和期限利差约束的纾解，未来贷款市场报价利率（LPR）“降息”的空间有望温和扩张，将为货币政策提供发力支撑。由此，我们预判，2020 年全面降准、LPR“降息”等总量性工具有望部分前移，结构性工具有望侧重疫情地区、服务业和中小企业。2020 年中国经济有望实现低开高走，高质量发展的道路不会动摇。

关键词 中国经济，货币政策，新冠肺炎

DOI 10.16418/j.issn.1000-3045.20200210001

当前，阻击新冠肺炎的防疫战争进入关键阶段，抵御疫情冲击的经济战役亦已打响。我们认为，不同于“非典”时期，在本次经济战“疫”中，货币政策亟待提早发力。从必要性来看，本次疫情将对中国经济产生阶段性冲击，亟待逆周期调控及时应对，严防短期冲击向长期风险演变。而在疫情掣肘下，积极财政或将遭遇规模、时滞、效力的瓶颈，因此货币政策不可缺席。从可行性来看，疫情或将导致通胀更快回落，同时得益于金融机构的前期调整，金融体系对贷款市场报价利率（LPR）进一步下行已有准备，从而为货币政策提供了发力空间。基于此，我们预判，2020 年全面降准、LPR“降息”等总量性工具有望部分前移，结构性工具有望侧重疫情地区、服务业和中小企业。在合理运用政策空间的情况下，2020 年中国经济增速有望实现低开高走，行稳致远的长期发展趋势不会改变。

1 必要性：严防短期冲击演变为长期风险

自 2020 年 1 月 20 日起，新冠肺炎进入确诊高发期，全国 31 个省（自治区、直辖市）陆续启动重大突发公共卫生事件一级响应。随着春节假期的结束，本次疫情对经济的短期冲击将进一步显现，经济战“疫”业已打响。在当前中国经济“减速增质”的转型关键阶段，尤其需要通过逆周期调控来及时应对，

*通讯作者
修改稿收到日期：2020年2月9日

严防短期冲击向长期风险演变。

（1）阻断服务业与出口产业链的失业共振。从中长期来看，本次疫情对居民就业形成的冲击将呈现“两阶段、两重心”的特点。① 第一阶段，失业压力主要在服务业。本次疫情引发了广泛的交通管制和“自我隔离”，将首先对餐饮、旅游、文娱等服务业形成冲击。而目前服务业已是我国吸纳就业最多的产业，至2018年底，服务业就业人员占比为46.3%，远高于2003年的29.3%。因此，如果服务业出现大幅滑坡，那么将在2020年上半年出现集聚的失业压力。② 第二阶段，失业压力主要在出口产业链。考虑到2019年下半年出口新订单量已触底反弹，且消化新订单一般需要6个月时间，因此出口产业链的需求短期尚能维持稳定。但是，在本次疫情冲击下，预计将出现较长的“返工难”“开工难”等问题，并导致生产配套体系被打乱，生产周期亦将被拉长，这将严重制约出口企业承接新订单的能力和意愿。此外，本次新冠肺炎被世界卫生组织（WHO）列入国际公共卫生紧急事件（PHEIC）之后，国际市场对新冠肺炎的非理性恐慌，以及对中国产能稳定性的不信任，也会阶段性减弱外部需求。因此，出口产业链尤其是中小企业的失业压力，预计将在2020年下半年滞后显现。针对“两阶段、两重心”的失业压力，如果阻断及时，可以分而治之；否则，可能造成接力加强的负向循环，因此逆周期调控的适时发力不可或缺。

（2）阻断金融市场与预期渠道的风险共振。对于中国经济金融而言，本次疫情暴发于极为敏感的时间节点。2019年12月—2020年1月中旬，中国主要经济数据初步企稳，投资、生产等指标渐次向好，国际货币基金组织（IMF）上调中国经济增速预期值。种种因素合力推动了市场预期回暖。但是，本次疫情的迅速发展，叠加“短视效应”下大众对眼前风险的高估，已经导致市场预期从高处跌落，形成巨大落差。近期，富时中国A50期货指数的持续下行，以及港股开市后的大幅震荡，正在反映这一落差。未来一段时期，这种恐慌预期将开始寻求自我实现。如果任由预期发酵，可能将率先导致金融市场踩踏和流动性风险，并向实体经济传导，显著阻滞信贷、投资和生产，从而打乱中国经济的小周期回暖。相反，如果逆周期调控提前发力，阻断预期的自我实现，则有望在2020年第一、二季度基本消化疫情对经济的冲击，反而能够节省政策成本。考虑到从2020年2月初开始，随着疫情期间高频经济数据的逐步公布，恐慌预期将获得自我强化的“燃料”，因此预期管理和逆周期调控的落地宜早不宜迟。

值得强调的是，与“非典”时期不同，修复本次疫情的经济冲击，仅靠积极财政力有不逮，因此货币政策不可缺席。① 从规模来看，如果2020年我国赤字率依然坚守在3%，那么能够边际增加的财政刺激预计不多于2 000亿元人民币，这将不足以对冲本次大规模疫情的负向影响。② 从时滞来看，由于前期地方专项债额度的提前下达，2020年1月初至今发债节奏已经处于历史高位，在现有机制下进一步加快发债的空间不足。而且，即使能够跨越筹措资金的时间瓶颈，受制于疫情的后续影响，基建项目落地、动工的时滞将较以往显著延长，导致“远水难解近渴”。③ 从效力来看，在疫情阴霾之下，居民持币率上升，企业资金链拉长，货币乘数可能因此下滑。此时，只有适时采取降准、增加流动性供给等措施，财政刺激才能形成“挤入效应”，带动民间投资增长。否则，或将强化“挤出效应”，削弱对经济的托底作用。

2 可行性：货币政策空间正在改善

2019年11月—2020年初，LPR的“降息”空间受到双重束缚。其中，通胀冲顶制约了中期借贷便利（MLF）利率的下行，而期限利差则阻滞了LPR市场化加点的调降，这也是2020年1月份LPR“按兵不动”的主要原因。但是，自1月20日以来，新冠肺炎

疫情的超预期演变正在打破上述束缚，其增强了货币政策提前发力的可行性。

（1）通胀压力料将更快消退。从历史经验看，对中国这样产业链完备的大国而言，传染病疫情对居民需求侧的冲击大于产业供给侧，因此对通胀的影响以负向为主。例如，以疫情高峰的前 1 个月—后 4 个月为事件窗口，以疫情暴发前 5 个月为参照期，2003 年“非典”时期，窗口期内的居民消费价格指数（CPI）月度环比增速均值较参照期下滑约 0.6 个百分点，生产价格指数（PPI）增速则下滑近 0.5 个百分点；2017 年“禽流感”时期，窗口期内的 CPI 月度环比增速均值较参照期下滑约 0.3 个百分点，PPI 增速下滑约 0.2 个百分点。由此，如果假设本轮疫情在 2020 年 2 月迈过高峰，再考虑到 2019 年 12 月 CPI 通胀增速已有所收敛，当前通胀冲顶的压力料将低于此前市场预期，未来通胀回落的节奏亦将快于预期，从而扩大了货币政策的操作空间。

（2）期限利差的束缚加速软化。降低金融机构的内部资金成本，增强其对期限利差收窄的容忍力，是进一步调降 LPR、推动金融体系让利实体经济的基础。① 从宏观层面看，2020 年初的全面降准进一步降低了金融体系的资金成本。虽然未能撬动 2020 年 1 月 LPR 下调，但是随着这一边际变化走过传导时滞，报价行的顺势调整将逐步显现，并跨越 LPR 下调的阈值。② 从微观层面看，根据我们的调研，自 LPR 形成机制改革以来，众多金融机构已经主动采取措施，以应对期限利差收窄的长期趋势。这些举措包括优化贷款结构、定价精细化、压缩负债端成本、批量获客等，至目前已有一定成效。由此，2020 年上半年，如果 LPR 市场化加点出现缓慢、小幅调降，预计不会对金融系统的稳定性造成过大压力。

3 判断与建议

（1）经济战“疫”有底气。由于防疫抗疫仍在关键阶段，目前尚不能对本次疫情的经济影响进行全面评估。虽然疫情的短期冲击不容轻视，但是基于中国经济当前的内外部环境，经济战“疫”仍不失底气。① 内部宏观杠杆率已趋于稳定。近几年坚定的“去杠杆”稳住了宏观杠杆水平，为 2020 年节省出宝贵的政策空间，可以通过逆周期调控的阶段性加力，及时减轻疫情对经济的冲击。② 外部贸易博弈阶段性舒缓，地缘风险有所收敛。经历 2019 年的跌宕起伏，人民币汇率双向浮动的弹性已经显著增强，这减少了货币政策实施的外部掣肘。此外，近年来互联网经济的高质量发展，以及新经济对下沉市场的有效挖掘，增强了疫情冲击下中国消费引擎的韧性，也为货币政策发力增加了强有力的微观抓手。

（2）货币政策宜先行。基于上述必要性、可行性及对内外部环境的分析，我们认为，2020 年中国货币政策料将从 3 个方面有所作为，在经济战“疫”中发挥关键作用。① 提前发力。2020 年 2 月3—4日，央行进行了 1.7 万亿元流动性注入，并下调逆回购利率，有力支撑了近期金融市场的“稳预期”。承接这一良好开端，针对实体经济的“稳增长”举措亦宜提早落地。从力度上看，全年有望再进行 2 次左右的全面降准，下一轮降准预计将提前至一季度落地。同时，LPR 预计在上半年下调 10 个基点，在下半年下调 40 个基点。从组合上看，考虑到工具间的内在联系，降准有望领先于降息，LPR 市场化加点的下调有望领先于 MLF 利率的下降。② 突出重点。在总量性工具发力的同时，定向中期借贷便利（TMLF）、定向降准等结构性工具将优先惠及受疫情冲击更大的服务业以及中小企业，同时对不合理抽贷、断贷的监管将进一步加强，稳住私营企业的资金链。③ “短中长”结合。在短期提振市场预期、中期托底经济增长之后，长期来看，货币政策框架改革有望在疫情防控期间加快筹备，在疫情平息后提速接力。尤其是要着力打通“利率并轨”的“最后一公里”，提升银行体

系的风险定价能力，优化金融机构对中小企业借贷的资本监管要求。得益于这些机制改革，民营企业、中小企业有望尽快地在疫情重压下恢复活力，承担其吸纳就业、促进创新的社会功能；并在疫情平复后，助力中国经济抓住反弹窗口。

（3）发展长势未动摇。总体而言，虽然本轮疫情来势汹汹，但是中国经济的高质量发展之路不会动摇。① 短期来看，压力较大。本次疫情对经济活动的负向影响客观存在，亟待出台托底政策以及时应对。在合理运用政策空间的情况下，我们预计，2020 年中国经济的季度增速有望低开高走、逐步反弹。② 长期来看，多难兴邦。本次疫情带来阶段性冲击的同时，亦为中国经济提供了弥补自身短板、优化微观基础、全方位提升治理体系和治理能力的历史机遇。在全球经济复苏长期疲弱之时，成功应对本次挑战，中国经济有望进一步对内凝心聚力、强化人本主义、提升治理水平，从而激活改革开放再出发的勇气，为高质量发展注入行稳致远的长期动力。

Monetary Measures to Heal the Economy Amid Epidemic Outbreak

CHENG Shi　QIAN Zhijun*

(ICBC International Holdings Limited, Hong Kong 999077, China)

Abstract　In 2020, with the spread of COVID-19 all over the country, China's economy is predicted to encounter periodic impact. In order to avoid the short-term shocks becoming long-term risks, the related monetary policy needs to be released in advance. As restricted by the epidemic situation, the positive finance presumably encounters the bottlenecks of scale, time lag, and effectiveness, which is different from the SARS period. Meanwhile, with the release of inflation constraints and term spread constraints, the space for LPR reduction is expected to further expand, which could be the support of monetary policy regulation. Therefore, we predict that in 2020, across-the-board RRR cuts and LPR reduction are expected to be released in advance, while the structural policy tools will focus on epidemic areas, services, and SMEs. In 2020, the long-term trend for Chinese economic development will not change.

Keywords　China's economy, monetary policy, COVID-19



程　实　工银国际控股有限公司首席经济学家、董事、总经理、研究部主管。研究领域：全球宏观和金融市场。中国香港市场深具影响力的一线首席经济学家，同时担任中国首席经济学家论坛理事、盘古智库学术委员，以及香港中文大学、中国人民大学和浙江大学等高校金融硕士导师。2003年至今，在国内外主流财经报刊发表文章 2 200 余篇，出版著作13部。曾获"全国金融五一劳动奖章""金羊奖"等。带领的研究团队覆盖全球宏观、市场策略、固定收益和行业研究，是亚洲知名度和影响力俱佳的专业投行研究团队，2017—2019年连续 3 年上榜II（机构投资者）权威评选的"大中华地区最佳分析师团队"。E-mail: shi.cheng@icbci.icbc.com.cn

CHENG Shi　Doctor of Philosophy in Economics. The Chief Economist, Managing Director and Head of Research Department of ICBC International. He has strong expertise in global macro and financial market research and has profound influence as a first-

* Corresponding author

class chief economist in Hong Kong, China. He is also a director of China Chief Economist Forum, academic committee member with Pangoal Institution, an academic advisor with master's degree in economics at the Chinese University of Hong Kong, Renmin University of China, and Zhejiang University. Since 2003, he has been the author of more than 2200 pieces of articles in domestic and overseas mainstream financial newspapers and magazines and 13 books. He won professional awards include the National Financial May Day Labour Medal and the "Golden Ram" prize. He leads a team of analysts and strategists which focuses on providing in-depth global macro, market strategy, fixed income, and industry research and analysis. With strong recognition and influence in investment bank research in Asia, the ICBC International has been ranked among the top firms in Institutional Investor's All-China Research Team survey in 2017, 2018, and 2019. E-mail: shi.cheng@icbci.icbc.com.cn



钱智俊 工银国际控股有限公司高级经济学家。研究领域：宏观经济、金融市场、公共政策。在境内外主流媒体发表文章逾200篇，在《管理世界》《国际金融研究》等国内外学术期刊发表多篇经济学论文，出版著作1部。E-mail: andrewqzj@163.com

QIAN Zhijun Doctor of Philosophy in Economics. The Senior Economist of ICBC International. His research covers macro economy, finance market, and public policy. He has published 1 book and more than 200 pieces of research articles in domestic and overseas mainstream academic journals and financial newspapers, such as *Management World* and *Studies of International Finance.*
E-mail: andrewqzj@163.com

■责任编辑：岳凌生